SKARBIEC

fundusze inwestycyjne

Tydzień w skrócie: 03-07.08.2015

RUCHOMY CEL

GRZEGORZ ZATRYB / ŁUKASZ WOŚ

W następstwie bardzo negatywnych doświadczeń na polu metod stabilizacji gospodarki w latach 70-tych i 80-tych XX wieku, kilka krajów (o otwartej gospodarce i polegających na międzynarodowym obrocie handlowym) wprowadziło bezpośrednie cele inflacyjne do swojej polityki. Celem takiego podejścia było nadanie stabilności cen większego znaczenia w procesie kreowania polityki monetarnej. Zmianom takim często towarzyszyła modyfikacja prawodawstwa dotyczącego bankowości centralnej, tak aby nadać stabilności poziomu cen legalistycznej wagi i uniezależnić banki centralne od rządu. Ustanowienie celu inflacyjnego dla banku centralnego pozwoliło wyeliminować w znacznym zakresie możliwość wywierania nacisku przez rząd w celu osiągania własnych, często krótkoterminowych lub partykularnych, celów.

Wprowadzenie celu inflacyjnego nie eliminowało innych celów polityki monetarnej banków centralnych. Prawodawstwo banków centralnych zwykle odnosiło się również do pełnego zatrudnienia, wzrostu gospodarczego lub stabilności systemu finansowego. Jednak po analizie postępowania banków centralnych w trakcie ostatnich trzech dekad wyraźnie widać, że poziomowi cen poświęcano najwięcej uwagi w ramach prowadzenia polityki monetarnej.

Prawdopodobieństwo osiągnięcia dokładnie celu inflacyjnego przez wskaźnik cen poprzez politykę monetarną jest bliskie zeru, stąd potrzeba i praktyka banków centralnych do sięgania po szereg „wymówek", które tłumaczyły powody odchyleń od obranego celu i jednocześnie dostarczały potencjalnych narzędzi do korekty poziomu cen. Narzędziami takimi były wprost inne cele statutowe lub robiący karierę ostatnio wskaźnik dynamiki wynagrodzeń połączony z bezrobociem naturalnym i luką podażową.

W wyniku kryzysu finansowego 2007-2008 okazało się jednak, że standardowe narzędzia polityki monetarnej są niewystarczające do osiągania celów nakreślonych przez banki centralne i rozpoczęto wykorzystywanie na szeroką skalę programów zakupów aktywów finansowych i przechowywania ich w bilansach banków centralnych. O ile doświadczenia amerykańskie są w tym temacie dyskusyjne, to programy Japonii i Strefy Euro to, jak dotąd, porażki. Nie tylko nie osiągnęły dotychczas swoich celów ale wprowadziły poważne dyslokacje w cenach aktywów finansowych – czyli wpłynęły na poziom cen ale akurat nie ten stanowiący cel banku centralnego. Japonia zmaga się od trzech dekad z pełzającą deflacją, Europejski Bank Centralny jest modelowym przykładem rozlania się taniego pieniądza na rynek długu, a Stany Zjednoczone stoją od 2009 roku pod ścianą zerowych stóp procentowych, które bardzo chcą ale boją się podnieść.

Wydaje się, że obecnie banki centralne wyciągnęły cztery lekcje z ostatniej dekady stosowania wprost określonych celów polityki monetarnej. Po pierwsze – targetowanie inflacji nie jest określone przez żadne proste reguły i nie ma jednego optymalnego poziomu cen. Po drugie – tarcie na rynkach finansowych ma bardzo znaczący wpływ na mechanizm transmisyjny polityki monetarnej i mogą wystąpić warunki, w których nie da się za pomocą standardowych narzędzi wpłynąć na podaż pieniądza, a na pewno nie na prędkość jego obiegu. Po trzecie – polityka monetarna ma bardzo znaczący wpływ na stabilność systemu finansowego. Zbyt ekspansywne podejście może doprowadzić do wzmożonego apetytu na ryzyko i w efekcie dyslokować kapitał w niewystarczająco płynne sektory rynku. Po czwarte- nie ma pojedynczego wskaźnika stabilności sektora finansowego. Bank centralny musi monitorować cały ich wektor i odpowiednio modyfikować swoje działania.

Reakcja na zmiany w agregatach kredytu będzie różna dla zmian wynikających ze zmian popytowych, a inna dla szoków podażowych.

W obliczu tych problemów w konstruowaniu przesłanek dla celów polityki monetarnej niektóre banki centralne, a Rezerwa Federalna zwłaszcza, być może stoją przed potrzebą zmiany systemowego podejścia do kreowania celów. Wydaje się, że możemy się znajdować w przełomowym momencie, w którym zmiana podejścia do celu inflacyjnego dała by Fedowi nieco więcej pola manewru. Nie może on bowiem obecnie podnieść stóp bez narażenia się na zbicie inflacji poniżej zera na dłuższy czas, co jest sprzeczne z celem inflacyjnym. Jednym z postulowanych rozwiązań jest zastąpienie w roli celu rocznej inflacji przez długoterminową ścieżkę wzrostu poziomu cen. Zmusiłoby to bank centralny do brania pod uwagę w bieżącej polityce także historycznych niedopasowań inflacji do celu. Z drugiej strony, przeszła deflacja dawałaby możliwość dopuszczenia do szybszego wzrostu cen w przyszłości. Może stać się to przedmiotem dyskusji jeszcze w tym roku, przy okazji decyzji o ścieżce wzrostu stóp procentowych w USA. Obecnie są tylko dwie realne daty, w których taka podwyżka może nastąpić jeszcze w 2015 roku. Wrześniowe i grudniowe posiedzenie FOMC. Co ciekawe, najbliższa konferencja w Jackson Hole organizowana przez Kansas Fed odbędzie się 27-29 sierpnia i jej tematem ma być właśnie „Dynamika inflacji, a polityka monetarna".

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie powinien być rozumiany jako materiał o charakterze doradczym lub jako podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Nie powinien też być rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem opinii autorów w dniu publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Skarbiec TFI SA nie ponosi odpowiedzialności za jakiekolwiek decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania. Wymagane prawem informacje dotyczące subfunduszy, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego znajdują się w prospekcie informacyjnym SKARBIEC FIO i Kluczowych Informacjach dla Klientów, dostępnych w siedzibie SKARBIEC TFI SA w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków.